

CAI  
UNI  
79Q711

# Quebec's access to financial markets

Government  
Publication

Highlights of a Report  
in the series  
**Understanding Canada**

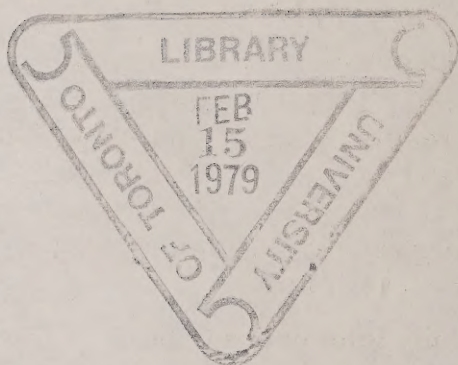


3 1761 11635125 5



Government  
of Canada

Gouvernement  
du Canada





CAI  
UN 1  
-79971

## Preface

This booklet summarizes a report containing two studies dealing with Quebec's access to financial markets. The first study, prepared by Douglas H. Fullerton, reviews the borrowing operations of the Quebec government and its agencies, with particular emphasis on the rapidly rising rate of borrowing during the 1970s, and on the record during the two years since Premier Lévesque came to power. The second study has been conducted within the Department of Finance and it examines the allegation that Canadian financial institutions have underinvested in Quebec.

Copies of the full text may be obtained by writing to:

Canadian Unity Information Office  
P.O. Box 1986, Station B  
Ottawa, Ontario  
K1P 6G6

Highlights of previous reports in this series also may be obtained by writing to the address above. Titles published in the series to date are as follows:

- Trade Realities in Canada and the Issue of "Sovereignty-Association"
- Sovereignty-Association—the Contradictions
- The Textile Industry—a Canadian Challenge
- Transportation—a Unifying Link.

# Part I Quebec's access to financial markets

## Introduction

Since the election of the Parti Québécois in November 1976 there has been increasing discussion and debate about the impact of that party's independence goals upon Quebec's finances. The discussion has focussed in particular on two aspects of this question: first, the ability of Quebec to continue to borrow the money it needs for capital expenditures and other government requirements; second, the allegation that Canadian financial institutions have discriminated against Quebec in their investment decisions.

The report, *Quebec's access to financial markets*, deals with these issues, and attempts to answer some of the questions about them that have surfaced during the debate.

- Have financial institutions been pulling money out of Quebec to the detriment of the province's economy? Has their reluctance to invest in Quebec forced the province to borrow heavily in foreign markets?
- How has the Lévesque government been able to finance its rising capital needs at a time when its government has been advocating that the province should pull out of the Canadian Federation?
- How dependent is Quebec on access to world capital markets, and why

have its needs been growing relatively faster than those of most other provinces?

- What would the possible impact be in terms of access to capital markets, if the Quebec government were perceived to be moving closer to the achievement of its sovereignty-association objective, however that is defined?

In suggesting some answers to these and other questions, the authors of the report have avoided speculating about the future. The possible consequences of massive political or economic changes in a province or a country are too great to be speculated about lightly, given the fragile nature of investor confidence, the potentially destabilizing consequences of huge international capital flows, and the unpredictable nature of Canadian and foreign reaction to fresh uncertainty.

What the report does have to say about the future, therefore, is limited largely to suggesting that Quebec's capital needs are so great that its government leaders will be forced to take these concerns very much into account in their approach to a new relationship with Canada. There is no doubt that the independence of Quebec, apprehended or realized, would be a traumatic event for the whole of Canada. Its impact on all the factors that go into making any country creditworthy in the eyes of lenders—balance of payments, fiscal and monetary integrity, political and social stability, prospective trends in these and other related matters—would be massive and negative; the only



unknown is just how difficult things would become. Most of the economic analyses or forecasts about the future of a sovereign Quebec appear to have neglected the impact of such factors.

## Quebec government borrowing

One of the important Canadian economic phenomena of the 1970s has been the rapid increase in the rate of borrowing by the two senior levels of government. That of provincial governments combined has risen since the end of 1969 from \$20 billion to over \$70 billion. Quebec's debt alone, \$5 billion at the beginning of the 1970s, is now about \$20 billion. The federal debt grew more slowly until recently, but it has doubled from its end of 1969 total of \$27 billion.

These are substantial amounts, even in a society which has become accustomed to inflation and to increasing government intervention in the local, provincial and national economies. What caused this rapid growth? The study suggests two trends in particular—the rise of budgetary deficits, the product of a decade of innovation in health, education and welfare programs, and substantial capital investment by provincial Crown agencies, principally for electric power generation.

Quebec's debt increased very little during the Duplessis era. The coming of the "Quiet Revolution" of Premier Jean Lesage, however, brought growing government involvement in the province's economy. Noteworthy during the decade of the 1960s was the \$600 million nation-

alization of the power companies, the continued expansion of Hydro-Québec, and the capital requirements of the rapidly expanding educational and health care systems. When Premier Bourassa came to power early in 1970, capital spending on electric power generation accelerated to help meet the province's growing demand for energy and in the face of its need to import all its fossil fuels. Centrepiece of the hydro-electric program was the huge James Bay project, to cost \$15 billion by the time the first phase is completed in 1985.

### *The Parti Québécois in power*

With the requirements for James Bay coming to an annual peak of \$2 billion in the late 1970s and with budgetary deficits growing, the province's need for borrowed funds continued to increase. In raising the money it needed the Quebec government faced a new problem—the impact on its historic sources of capital of the government's declared goal of full sovereignty or independence. Ever since the rise in the separatist movement in the early 1960s Canadian investors have been relatively unenthusiastic about Quebec bonds. But American institutions in 1975 and 1976 had been very heavy buyers of Hydro-Québec long-term bond issues. Following Premier Lévesque's New York speech in January 1977, however, the U.S. institutions made their dissatisfaction with the premier's independence goal known, and the traditional U.S. market dried up for Quebec borrowing on any substantial scale.



How then did the Lévesque government succeed in raising the large amount of borrowed capital it needed in 1977 and 1978? Essentially in three ways:

- tapping new sources of foreign capital, principally overseas currencies and Eurodollars;
- borrowing from consortia of North American and international banks, on a short and medium term basis;
- expanding the rate of borrowing within Quebec by such means as sales of Quebec Savings Bonds and drawings on the *Caisse de dépôt et de placement* (established to invest funds from the Quebec Pension Plan).

A number of factors contributed to easing the transition to these new sources of funds while traditional bond financing declined. One was the huge surplus of investible funds built up in those overseas countries with large balance of payments surpluses and appreciating currencies, such as West Germany, Switzerland and Japan. Their willingness to lend to Quebec was reinforced by their belief that Quebec would not separate from Canada, by the special place Hydro-Québec had achieved in the investment community over the years, and by the restraint shown in Quebec's budget and spending programs.

### *Success—but at a cost*

The study suggests that Quebec's success in meeting its 1977-78 borrowing needs was tempered by several considerations.



The switch to overseas lenders and foreign currencies has involved the province in considerable exchange risks, substantially greater than for any other province. The scale of these risks was dramatized by the fall in exchange value of the Canadian dollar in 1978. The consequences of our devalued dollar have been to increase the amount of the debt of Quebec and its agencies, if valued in Canadian dollars at December 1978 exchange rates, by \$2 billion, and to raise its annual bill for interest payments by over \$200 million. These risks and costs will be reduced, however, if the Canadian dollar recovers from present levels.

The loans have involved an appreciable shortening of term to maturity. These will add to refinancing problems over the next decade, increasing the amounts of new money needed each year. For Hydro-Québec alone this adds another \$500 million annually to its borrowing needs between now and 1982.

### *What of the future?*

The outstanding debt of Quebec and its agencies is currently \$20 billion in terms of Canadian dollars at December 1978 exchange rates. There is a further \$10 billion debt for the municipalities and other public sector institutions such as universities and hospitals. The combined annual interest charges are of the order of \$2.5 billion.

These are substantial sums, but what of the future? In assessing Quebec's bor-

rowing needs over the next few years, there are several important points to be considered.

The first is that these needs will be substantial, at or above recent borrowing levels. The requirements for James Bay will continue at close to \$2 billion a year, at least until completion of the first phase in 1985. Added to this are the province's own requirements to cover prospective deficits, which may well increase, and the borrowing by the municipalities and other public sector bodies such as hospitals. In gross terms, the combined demand upon lenders by Quebec governments and agencies is likely to be over \$5 billion per annum.

These are not small figures, much as we have become accustomed to new high levels of government borrowing and debt. The most confident minister of finance, viewing the collective needs of the province, its agencies and other public bodies, would have to be concerned at the magnitude of the task, even under the most optimistic assumptions about the future—an economic resurgence, an improved Canadian balance of payments, and a stronger exchange rate for the Canadian and U.S. dollars.

But what if new elements of uncertainty are introduced into this picture of the future, rather than the hoped-for favourable developments? What if Quebec is perceived to be moving closer to independent status, challenging the comfortable faith of lenders that the province will continue as part of Canada, with its



bonds backed by an implicit federal guarantee? What would be the impact of such a revised perception on the Canadian economy and balance of payments, and on the chances of a recovery of the Canadian dollar from present exchange levels?

These are among the tough questions the Quebec government must consider as it weighs the possible conflicts between its urgent economic objectives and its independence goals.

After reviewing Quebec's financial requirements and the emerging manner in which it has met those requirements, the study concludes that capital markets—domestic and foreign—are sensitive to political developments. If the political climate is considered to be unstable, capital markets react by either demanding higher yields and/or making less money available. There is little doubt that political uncertainty in Quebec has exacted an economic price.

## **Part II Holdings of financial institutions and interprovincial capital flows**

This second study, conducted within the Department of Finance, considers first the nature and complexity of capital flows within Canada as a result of the normal functioning of markets. Gross inflows and outflows of each province can be balanced against each other to determine the net capital flow. When that net is inward, the province or area is on balance drawing on the savings of the rest of the

country to finance the excess of its investment over saving. When the net flow is outward, a province is supplying savings to the rest of the country.

A table in the study gives net provincial flows for the 15-year period 1961 to 1976 and shows that Quebec received a net inflow of almost \$11 billion; practically all of this occurred in the three years 1974, 1975 and 1976. Ontario and Alberta were the principal suppliers of savings to the other provinces. The study emphasizes that since Quebec's net capital flow approximated zero between 1961 and 1973, and the Quebec government borrowed substantially outside the province, private sector outflows must have exceeded private sector inflows during this period. In 1974 to 1976, however, total inflows into Quebec exceeded government borrowing, so that the direction of net private flows was also inward.

### *The financial institutions*

The chartered banks as a group have been the most important of the financial institutions, accounting for \$20 billion in Quebec-held assets, about half the total for all the financial institutions. The caisses populaires and credit unions (an exceptionally large group in Quebec) account for another \$9 billion of assets, and life insurance companies, \$5-6 billion.

The study discusses a number of statistical problems in allocating financial assets regionally, particularly such assets as business loans or institutional holdings of corporate securities, and some arbitrary



assumptions have to be made for certain of the assets. The study concludes, however, that the regional split for those assets where allocation procedures were straightforward tended to validate the overall results.

The main conclusions are as follows:

- The Quebec assets of the chartered banks exceeded their deposit liabilities in the province (19.3 per cent of assets at end of 1977 vs 17.5 per cent of liabilities).
- Mortgage and loan companies and trust companies show a balance in the other direction. Their Quebec liabilities exceed their assets, apparently mainly because of their lower mortgage lending in Quebec.
- Data for the regional distribution of the total assets and liabilities of life insurance companies is not publicly available, and the validity of such figures as have appeared has been challenged (such as during the debate over Sun Life Assurance Company of Canada moving its head office to Toronto). However, the regional distribution of selected assets and liabilities, suggests that Quebec-based assets have been growing less quickly than the assets in the other provinces. Against this is set the fact that large multi-national insurance companies operating in Quebec, mainly American, have been large investors in Quebec government securities, and in assessing the regional balance of their portfolios,

they take these holdings into account. The conclusion, based on all the available information, is that if there is any shortfall in overall insurance company investment in Quebec it is in the field of mortgage lending.

The study then examines the mortgage market in Quebec, and concludes that there is little empirical evidence of a housing shortage based on an insufficiency of funds. In fact, housing prices in Quebec are lower than in the other provinces, and the proportion of equity that Quebecers have in their homes appears to be higher than elsewhere in Canada. One explanatory factor for the apparently low Quebec mortgage holdings of national financial institutions is the especially important role that the caisses populaires play in Quebec mortgage financing. Mortgage lending by credit unions in other provinces is much less important in relation to the major financial institutions than the caisses are in Quebec.

## Summary

As a general proposition, there appears to be no legitimate basis for criticism when financial institutions facilitate the flow of savings from one province to another. The fundamental purpose of financial intermediaries is to transfer funds from savers to investors and it is unlikely that investment opportunities with an adequate rate of return will always be equal to savings on a provincial basis.



The assets and the liabilities of the chartered banks appear to have been in balance in Quebec in recent years. The trust companies have had net outflows of capital from Quebec but some other provinces have had a similar experience; Ontario, in particular, has had net outflows at twice the Quebec level. As for the mortgage loan companies, they may have been responsible for small capital outflows from Quebec but these outflows appear to have been about one-third of the level of those from Ontario. While complete data are not available for the regional activities of life insurance companies, it seems that their investment in Quebec provincial bonds has been generally in balance with their premiums and annuities in that province. To the extent that any of these financial institutions have been capital exporters from Quebec, the reason can probably be attributed to their limited activity in the Quebec mortgage market. This lower level of mortgage investment in Quebec is likely due, however, to a relatively lower demand in Quebec for mortgage money. In conclusion, therefore, the argument that financial institutions have underinvested in Quebec is not supported by the available evidence.

## NOTES



L'actif et le passif des banques à charte semblent avoir été équilibrés au Québec ces dernières années. Les sociétés de fiduciaire ont occasionné des sorties nettes de capitaux du Québec, mais cela s'est également produit dans d'autres provinces; l'Ontario, en particulier, a enregistré des sorties nettes doubles de celles du Québec. Quant aux sociétés de prêt hypothécaire, elles ont peut-être donné lieu à de faibles sorties de capitaux du Québec, mais ces dernières semblent ne représenter qu'environ le tiers des sorties subies par l'Ontario. Bien qu'on ne dispose pas de données complètes sur les activités régionales des compagnies d'assurance-vie, il semble que leurs achats d'obligations du Québec compensent dans l'ensemble leurs primes et leurs rentes dans la province. Dans la mesure où ces institutions financières ont exporté des capitaux du Québec, on peut probablement en attribuer la cause à leur activité limitée sur le marché hypothécaire dans la province. Toutefois, ce dernier phénomène s'explique sans doute par une demande relativement plus faible de financement hypothécaire au Québec. En conclusion, donc, l'argument selon lequel les institutions financières n'auraient pas investi suffisamment au Québec n'est pas étayé par les faits disponibles.

insuffisance dans les investissements globaux des compagnies d'assurance au Québec, c'est dans le domaine du prêt hypothécaire.

L'étude se penche ensuite sur le fonctionnement du marché hypothécaire au Québec, pour conclure qu'il existe peu de preuves empiriques indiquant une insuffisance de logements attribuable à un manque de financement. En fait, le prix de l'habitation est plus faible au Québec que dans les autres provinces et l'endettement des Québécois, au titre du logement, semble être plus élevé qu'ailleurs au Canada. L'une des explications du portefeuille hypothécaire relativement faible des institutions financières nationales au Québec est le rôle particulièrement important joué par les caisses populaires dans ce secteur du financement au Québec. Ce rôle est beaucoup plus marqué que celui que jouent les caisses de crédit dans les autres provinces par rapport aux grandes institutions financières.

## Résumé

De manière générale, il ne semble pas y avoir lieu de critiquer les institutions financières en ce qu'elles facilitent le mouvement de l'épargne entre les provinces. La fonction essentielle des intermédiaires financiers est d'acheminer les fonds des épargnants aux investisseurs, et il est peu probable que les possibilités d'investissement offrant un rendement approprié équivalent toujours à l'épargne, dans une province.

répartis par des méthodes simples tend à confirmer les résultats globaux.

Voici les principales conclusions:

- Les avoirs des banques à charte au Québec y dépassent leur passif-dépôts (19,3% de l'actif fin 1977, au regard de 17,5% du passif).

- Pour les sociétés de fiducie et les sociétés de prêt hypothécaire, le solde s'établit dans l'autre sens: leur passif dépasse leur actif au Québec, surtout, apparemment, en raison d'une activité moindre sur le marché hypothécaire provincial.

- La répartition régionale du passif et de l'actif des compagnies d'assurance-vie n'est pas rendue publique, et la validité des chiffres publiés dans ce domaine a été contestée (comme, par exemple, pendant le débat autour du déménagement du siège social de la Sun Life à Toronto). Cependant, la ventilation régionale de certains éléments d'actif et de passif porte à croire que les avoirs situés au Québec augmentent moins vite que ceux détenus dans les autres provinces. Il faut remarquer en revanche que les grandes compagnies d'assurance multinationales opérant au Québec, surtout des compagnies américaines, sont de gros souscripteurs de titres du gouvernement du Québec et qu'elles en tiennent compte lorsqu'elles évaluent l'équilibre régional de leur portefeuille. La conclusion tirée de tous les faits disponibles est que, s'il existe quelque



1975 et 1976. L'Ontario et l'Alberta ont été les principaux fournisseurs d'épargne aux autres provinces. L'étude souligne que, le mouvement net de capitaux du Québec ayant été approximativement nul entre 1961 et 1973 et le gouvernement du Québec ayant emprunté largement hors de la province, il faut que, dans le secteur privé, les sorties aient dépassé les entrées pendant cette période. De 1974 à 1976, par contre, les entrées totales de fonds au Québec ont été supérieures aux emprunts du gouvernement, de sorte que dans le secteur privé, les mouvements nets ont dû également se solder par des entrées.

### *Les institutions financières*

Les banques à charte constituent dans leur ensemble les principales institutions financières au Québec, où elles comptent pour \$20 milliards d'avoirs, soit environ la moitié de tous les actifs détenus par les institutions financières dans la province. Les caisses populaires et les caisses de crédit (groupe exceptionnellement important au Québec) représentent \$9 milliards d'actifs et les compagnies d'assurance-vie, de \$5 à \$6 milliards.

L'étude mentionne un certain nombre de problèmes statistiques relatifs à la répartition régionale des avoirs financiers, en particulier de ceux constitués par les prêts aux entreprises ou les portefeuilles institutionnels de titres de sociétés; certaines hypothèses arbitraires ont dû être posées pour certains avoirs. Il ressort cependant de l'étude que la ventilation régionale des actifs qui peuvent être

mode de financement, l'étude conclut que les marchés de capitaux—tant intérieurs qu'étrangers—sont sensibles à l'évolution politique. Si le climat politique est jugé instable, les marchés de capitaux réagissent en exigeant des taux supérieurs ou en réduisant l'offre de financement. Il n'est guère douteux que les incertitudes politiques ont coûté un certain prix économique au Québec.

## Partie II Avoirs des institutions financières et mouvements interprovinciaux de capitaux

La deuxième étude, effectuée sous la direction du ministère des Finances, examine d'abord la nature et la complexité des mouvements de capitaux qui interviennent au Canada par le jeu normal du marché. Les entrées et les sorties brutes de fonds de chaque province peuvent être comparées afin de déterminer le mouvement net de capitaux. Lorsqu'il y a entrée nette, la province ou région considérée fait appel à l'épargne du reste du pays pour financer l'excédent de ses investissements sur sa propre épargne. Lorsqu'il y a sortie nette, la province fournit de l'épargne au reste du pays.

Un tableau de l'étude, qui présente les mouvements nets provinciaux pour les 15 années de la période 1961-1976, révèle que le Québec a bénéficié d'entrées nettes atteignant presque \$11 milliards; la quasi-totalité de ce mouvement est intervenue au cours des trois années 1974,

risquent de dépasser \$5 milliards annuel-  
lement.

Ce ne sont pas là des chiffres négligeables, même si nous sommes habitués à des emprunts et à un endettement considérables de la part des gouvernements. Le plus confiant des ministres des Finances, face aux besoins collectifs de la province, de ses entreprises et des autres organismes publics, devrait s'inquiéter de l'ampleur de la tâche, même en envisageant l'avvenir sous le jour le plus optimiste: reprise économique, amélioration de la balance des paiements canadienne et raffermissement des dollars canadien et américain.

Que se passera-t-il, toutefois, si l'avvenir est marqué par de nouvelles incertitudes plutôt que par l'évolution favorable qui est souhaitée? Qu'arrivera-t-il si on considère que le Québec s'oriente vers l'indépendance, remettant en question la conviction des prêteurs que la province restera dans la fédération canadienne et que ses obligations bénéficient de la garantie implicite du fédéral? Quel serait l'effet de cette nouvelle vision des choses sur l'économie et la balance des paiements du Canada, et sur les chances de raffermissement du dollar canadien?

Voilà quelques-unes des questions difficiles auxquelles le gouvernement du Québec doit faire face dans l'évaluation des conflits possibles entre ses objectifs économiques immédiats et son but d'indépendance.

Après avoir passé en revue les besoins de capitaux du Québec et l'évolution de leur



problème du refinancement au cours de la prochaine décennie en augmentant la masse d'argent frais nécessaire chaque année. Rien que pour l'Hydro-Québec, ce facteur augmentera de \$500 millions par an les besoins d'emprunt d'ici 1982.

### *Perspectives d'avenir*

L'encours de la dette du Québec et de ses organismes est actuellement de \$20 milliards, en dollars canadiens au cours de décembre 1978. Il convient d'y ajouter les \$10 milliards d'endettement des municipalités et des autres emprunteurs du secteur public, comme les universités et les hôpitaux. Les intérêts à payer annuellement sont dans l'ensemble de l'ordre de \$2,5 milliards.

Ce sont là des sommes importantes, mais que réserve l'avenir? Pour évaluer les besoins d'emprunt du Québec au cours des prochaines années, il faut tenir compte de plusieurs éléments importants.

Tout d'abord, ces besoins seront considérables, au moins égaux—sinon supérieurs—aux emprunts récents. Les capitaux nécessaires aux travaux de la baie James seront de près de \$2 milliards par année, au moins jusqu'à l'achèvement de la première phase des travaux en 1985. Il convient d'y ajouter les besoins propres du gouvernement provincial au titre des déficits futurs, qui pourraient bien augmenter, et les emprunts des municipalités et des autres organismes publics comme les hôpitaux. En termes bruts, les besoins globaux de fonds d'emprunt du gouvernement du Québec et de ses organismes

déclin des émissions obligataires classiques. Mentionnons notamment la masse de capitaux disponibles pour l'investissement dans les pays à balance des paiements largement excédentaire et à monnaie forte, comme l'Allemagne de l'Ouest, la Suisse et le Japon. Leur disposition à prêter au Québec a été renforcée par leur conviction que la province ne se séparerait pas du Canada, par la place particulière que l'Hydro-Québec s'est taillée dans les milieux financiers au cours des années et par la modération manifestée dans le budget et les programmes de dépenses du Québec.

### *Le prix du succès*

L'étude indique que la réussite obtenue par le Québec dans la couverture de ses besoins d'emprunt en 1977-1978 doit être tempérée par plusieurs considérations.

Le recours accru à des prêteurs d'outre-mer et à des devises étrangères a exposé la province à des risques de change considérables—et nettement plus que toute autre province. Ces risques ont été amplifiés par la baisse du dollar canadien en 1978. Cette baisse a eu pour effet d'accroître de \$2 milliards la dette du Québec et de ses organismes, évaluée en dollars canadiens aux cours de décembre 1978, et d'ajouter plus de \$200 millions à sa facture annuelle d'intérêt. Ces risques et ces coûts diminueront cependant si le dollar canadien se redresse.

Les emprunts récents du Québec se sont accompagnés d'un raccourcissement notable des échéances. Cela accroîtra le

investisseurs canadiens ont fait preuve pendant quelque temps d'un certain manque d'enthousiasme vis-à-vis des obligations du Québec, tandis que les institutions américaines, en 1975 et en 1976, souscrivaient massivement aux émissions obligataires à long terme de l'Hydro-Québec. Cependant, après le discours de M. Lèvesque à New York en janvier 1977, ces institutions ont fait connaître leur mécontentement au sujet de l'objectif d'indépendance du premier ministre provincial, et le marché américain traditionnel s'est fermé aux emprunts de quelque importance du Québec.

Dans ces conditions, comment le gouvernement Lèvesque a-t-il pu obtenir les importants fonds d'emprunt dont il a eu besoin en 1977 et en 1978? Principalement de trois façons:

- en recourant à de nouvelles sources de capitaux étrangers, notamment en devises d'outre-mer et en euros-dollars;
- en obtenant le concours de groupes de banques nord-américaines et internationales, à court et à moyen terme;

- en sollicitant davantage le marché du Québec, par exemple par la vente d'obligations d'épargne du Québec et par le recours à la Caisse de dépôt et de placement (installée pour investir les fonds du Régime de rentes du Québec).

Un certain nombre de facteurs ont contribué à faciliter le recours accru à ces nouvelles sources de fonds, parallèlement au



ronne provinciales, principalement pour la production d'électricité.

La dette du Québec a très peu augmenté sous Duplessis. Toutefois, la « Révolution tranquille » du premier ministre Jean Lesage devait amener une intervention croissante des pouvoirs publics dans l'économie de la province. On peut noter, durant les années 60, la nationalisation des sociétés d'électricité au coût de \$600 millions, l'expansion constante de l'Hydro-Québec et les besoins financiers liés au développement rapide du système d'enseignement et de soins de santé. Lorsque M. Bourassa accède au pouvoir, au début 1970, les investissements associés à la production d'électricité s'accélèrent en raison de la nécessité de faire face à une demande provinciale croissante d'énergie et au besoin d'importer la totalité des combustibles fossiles. La pièce maîtresse du programme d'aménagement hydro-électrique est le gigantesque projet de la baie James, qui devrait coûter \$15 milliards d'ici l'achèvement de la première phase des travaux, en 1985.

### *Le gouvernement du Parti Québécois*

Les exigences de la baie James culminant à \$2 milliards par an vers la fin de la décennie 70 et les déficits budgétaires s'accroissant, les besoins de fonds d'emprunt de la province ont continué de s'accroître. Pour obtenir les capitaux nécessaires, le gouvernement du Québec a dû faire face à un nouveau problème: l'effet de son objectif déclaré d'indépendance sur ses bailleurs de fonds habituels. Les

tive; la seule inconnue serait de savoir exactement combien la situation deviendrait difficile. La plupart des analyses économiques ou des prévisions sur l'avenir d'un Québec souverain semblent avoir négligé l'effet de ces réactions passionnelles.

## Emprunts du gouvernement du Québec

L'un des phénomènes économiques importants au Canada pendant les années 70 a été l'augmentation rapide des emprunts des autorités fédérales et provinciales. Depuis la fin de 1969, les emprunts des gouvernements provinciaux pris dans leur ensemble sont passés de \$20 milliards à plus de \$70 milliards. À elle seule, la dette du Québec, de \$5 milliards au début de la décennie, s'établit maintenant aux environs de \$20 milliards. La dette fédérale s'est accrue plus lentement jusqu'à une date plus récente, tout en doublant par rapport à son niveau de la fin de 1969, soit \$27 milliards.

Ce sont des chiffres imposants, même dans une société où l'inflation et une intervention croissante des pouvoirs publics au niveau de l'économie locale, provinciale et nationale sont devenues monnaie courante. Quelle est la cause de cette croissance rapide? L'étude fait ressortir deux tendances en particulier: l'augmentation des déficits budgétaires, résultat d'une décennie d'innovations en matière de santé, d'éducation et de bien-être social; et des investissements importants de la part des sociétés de la Cou-

capitaux et pourquoi ses besoins ont-ils augmenté relativement plus vite que ceux de la plupart des autres provinces?

- Quelles conséquences pourrait-on observer si le gouvernement du Québec paraissait se rapprocher de son objectif de souveraineté-association, quelle qu'en soit la définition?

En proposant des réponses à ces questions, parmi d'autres, les auteurs du document ont essayé d'éviter de conjecturer sur l'avenir. Les conséquences possibles de changements politiques ou économiques radicaux dans une province ou un pays sont trop importantes pour qu'on puisse en traiter à la légère, étant donné la fragilité de la confiance des investisseurs, l'effet déstabilisateur possible de mouvements internationaux massifs de capitaux et le caractère imprévisible des réactions canadiennes et étrangères à de nouvelles incertitudes.

Au sujet de l'avenir, le document se borne donc surtout à indiquer que le Québec a de tels besoins de capitaux que ses gouvernants seront obligés d'en tenir fortement compte dans la conception de nouveaux rapports avec le Canada. Il ne fait aucun doute que l'indépendance du Québec, appréhendée ou réelle, serait traumatisante pour l'ensemble du Canada. Son incidence sur la gamme des facteurs qui contribuent au crédit d'un pays aux yeux des prêteurs—balance des paiements, rigueur fiscale et monétaire, stabilité politique et sociale, tendances prévisibles dans ces domaines et dans d'autres—serait très prononcée et négative.



## Partie I L'accès du Québec aux marchés financiers

### Introduction

Depuis l'accession au pouvoir du Parti Québécois, en novembre 1976, les répercussions de l'objectif d'indépendance de ce parti sur les finances du Québec suscitent de plus en plus d'attention. Le débat est centré, en particulier, sur deux aspects de la question: en premier lieu, la capacité du Québec de continuer d'obtenir les fonds nécessaires à ses investissements et à ses autres besoins; en second lieu, l'allégation selon laquelle les institutions financières canadiennes auraient exercé une discrimination à l'égard du Québec dans leurs décisions d'investissements.

Le rapport intitulé *L'accès du Québec aux marchés financiers* vise à répondre à certaines des questions qui se sont posées dans le cadre de ce débat.

- Les institutions financières ont-elles fait sortir de l'argent du Québec au détriment de l'économie de la province? Leur réticence à investir au Québec a-t-elle forcé la province à recourir largement aux marchés étrangers?

- Comment le gouvernement Lévésque a-t-il bien pu satisfaire ses besoins croissants de capitaux au moment même où il menace de faire sortir la province de la fédération canadienne?

- Quelle est la dépendance du Québec vis-à-vis des marchés mondiaux de

## Avant-propos

Cette brochure résume un rapport composé de deux études consacrées à l'accès du Québec aux marchés financiers. La première étude, œuvre de M. Douglas H. Fullerton, porte sur les opérations d'emprunt du gouvernement du Québec et de ses organismes. La seconde, effectuée sous la direction du ministère des Finances, porte sur la question de savoir si les institutions financières canadiennes ont réellement sous-investi au Québec.

Pour obtenir des exemplaires du sommaire et de l'étude, veuillez écrire au :

Centre d'information sur l'unité canadienne  
C.P. 1986, Succursale «B»  
Ottawa (Ontario)  
K1P 6G6

Vous pouvez aussi vous procurer les sommaires des études précédentes de cette série en écrivant à l'adresse ci-dessus. Les titres parus jusqu'à maintenant sont :

- Les réalités commerciales et la question de la «souveraineté-association»
- La souveraineté-association—les conséquences
- L'industrie textile—un défi pour le Canada
- Les transports—un lien unificateur





# L'accès du Québec aux marchés financiers

Sommaire d'une étude  
de la série

Pour comprendre le Canada

